



ANBEFALING NR. 13

Vurderinger og dokumentasjon i emisjonsprosesser

Fastsatt av styret i Verdipapirforetakenes Forbund 24. januar 2023 med ikrafttredelse samme dato.
Revidert av styret. 24. april 2024.

Bakgrunn

Når verdipapirforetak opptrer som finansiell rådgiver/tilrettelegger (heretter «tilrettelegger») for utsteder i en emisjon skal dette gjøres i samsvar med god forretningsskikk, herunder skal verdipapirforetaket i sin virksomhet påse at markedets integritet ivaretas på beste måte.

Utgangspunktet ved en kapitalforhøyelse er likebehandling av aksjonærene, og fortrinnsrettsemisjoner vil prinsipielt ivareta kravet om likebehandling. Det følger av aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) § 10-4 at ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot innskudd i penger har aksjeeierne fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet. Videre er det i verdipapirhandelloven gitt en særlig bestemmelse i § 5-14 om likebehandling av eierne av finansielle instrumenter utstedt av selskaper opptatt til handel på regulert marked.

I asl. /asal. § 10-5 er det unntak fra hovedregelen i § 10-4, og det åpnes for såkalte rettede emisjoner. For at aksjeeiernes fortrinnsrett skal kunne tilsidesettes kreves det at generalforsamlingen beslutter dette med flertall som for vedtektsendringer.

Med slik støtte fra generalforsamlingen og aksjonærflertallet kan utsteder altså fravike fortrinnsretten så fremt fravikelsen ikke er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, jf. asl./asal. § 5-21 og for øvrig at fravikelsen er saklig begrunnet i selskapets interesse.

Fortrinnsrettsemisjoner er forbundet med økt tidsrisiko da det normalt går vesentlig lengre tid fra tidspunktet for emisjonsbeslutningen og frem til transaksjonen gjennomføres. Kursen i en fortrinnsrettsemisjon vil nesten uten unntak settes nominelt lavere enn i en rettet emisjon, hvilket vil lede til en høyere utvanning for aksjonærer som ikke får benyttet sine tegningsretter, eller solgt eventuelle omsettelige tegningsretter. Årsaken til at prisen på en fortrinnsrettsemisjon normalt settes nominelt lavere enn en rettet emisjon er behovet for en positiv verdi på tegningsrettene. Det er også en lang periode mellom annonsering og prising hvor det kan oppstå usikkerhet eller press på kursen, noe som vil resultere i en ytterligere "rabatt" ved prising. Et annet moment i vurderingen mellom de ulike emisjonsformene er at historien har vist at det i mange tilfeller ikke blir effektiv handel i tegningsrettene i lite likvide selskaper. I tillegg vil kostnadene relatert til en fortrinnsrettsemisjon normalt være høyere, blant annet som følge av økte dokumentasjonskrav og andre administrasjons- kostnader, samt et behov for å få etablert et garantikonstium med tilhørende garantikommisjon.

Det er generalforsamlingen/styret i utsteder som beslutter om det skal foretas en fortrinnsrettsemisjon eller en rettet emisjon. Det er videre utsteders ansvar å påse at en forskjellsbehandling av innehaverne av utsteders finansielle instrumenter, som en eventuell rettet emisjon innebærer, er saklig begrunnet og at ulempen for aksjonærfellesskapet er forholdsmessig. Denne vurderingen gjør utsteder som regel i samråd med en advokat, og vurderingen skal etter aksjelovgivningen dokumenteres.

I det norske kapitalmarkedet er en overveiende andel av emisjonene rettede emisjoner. Ofte vil en rask, fleksibel og kostnadseffektiv tilførsel av kapital gjennom rettede emisjoner være vurdert til å være i både utsteders- og aksjonærfellesskapets interesse, og

derfor ansett å oppfylle kravene for å fravike fortrinnsretten.

Situasjoner som kan foranledige en rettet emisjon heller enn en fortrinnsrettsemisjon er for eksempel hvis:

- et selskap får et akutt likviditetsbehov eller behov for å styrke balansen for å unngå brudd på covenants tilknyttet bank- eller obligasjonsgjeld
- et selskap trenger kapital på kort varsel for å finansiere en forretningsmulighet eller fjerne usikkerhet rundt finansiering av en forretningsmulighet
- et selskap ønsker å tilby aksjer i oppgjør til selger i forbindelse med et oppkjøp
- et selskap ikke har en aksjonærbase som kan forventes å kunne fulltegne en fortrinnsrettsemisjon
- et selskap ikke har aksjonærer eller andre interessenter som kan forventes å kunne garantere en fortrinnsrettsemisjon
- garantikostnadene eller andre kostnader ved en fortrinnsrettsemisjon forventes å bli urimelig høye
- det er en mulighet til utnyttelse av et markedsvindu for rask kapitalinnhenting til gunstig kurs
- et selskap har et berettiget ønske om eller behov for å få inn en eller flere konkrete investorer som aksjonærer, eksempelvis fordi slike aksjonærer også tilfører verdi til selskapet og dets aksjonærer
- et selskap gjennomfører en emisjon av en begrenset størrelse og til en kurs som i sum gir en begrenset utvanning, og at en rettet emisjon derfor er særlig hensiktsmessig ut fra et tids- og kostnadsperspektiv
- det foreligger andre berettigede grunner

En rettet emisjon forutsetter at utsteder må vurdere å gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon. Reparasjonsemisjonens formål er å «reparere» den utvanningen som den rettede emisjonen medførte for eksisterende aksjonærer som ikke fikk allokering i den rettede emisjonen. Det er utsteder som beslutter om det skal gjennomføres en reparasjonsemisjon, og hvor stor denne skal være.

Denne anbefalingen gir overordnede retningslinjer for hvilken rolle tilrettelegger bør ha når utsteder skal velge transaksjonsform.

Retningslinjer:

Tilrettelegger skal informere og rådgi utsteder om alternative emisjonsformer på en balansert og klar måte for å bidra til at utsteders beslutninger baseres på et adekvat informasjonsgrunnlag.

Ved valg av emisjonsform må det vurderes om lovens utgangspunkt om fortrinnsrettsemisjon skal følges eller om det er hensyn som gjør seg gjeldende som begrunner unntak. Det må foretas en konkret vurdering hvor det ses hen til fordelene og ulempene ved de ulike emisjonsformene, herunder i hvilken grad de ivaretar hensynet til likebehandling, tidssensitivitet, forventede kostnader, transaksjonsrisiko og målgruppe for transaksjonen.

Vektingen av de ulike hensynene kan videre påvirkes av flere forhold, herunder

størrelsen på emisjonen i forhold til utestående aksjekapital, størrelse på avviket mellom emisjonskurs og markedskurs (rabatt eller eventuell premie), graden av deltagelse fra eksisterende aksjonærer, og egenskapene til den nåværende aksjonærbasen (f.eks. andelen av ikke profesjonelle aksjonærer og andelen aksjonærer hvor en pro-rata tegning ikke hadde oversteget minstetegningen).

Tilrettelegger skal presentere fordelene og ulempene ved de ulike emisjonsalternativene for utstederen og sitt syn på avveiningen mellom de ulike hensynene som gjør seg gjeldende.

Rekkevidden av tilretteleggers ansvar for ovennevnte vil imidlertid avhenge av på hvilket tidspunkt i prosessen tilrettelegger involveres, samt tilretteleggers ansvarsområde og oppgaver slik de er skissert i mandatavtalen.

Det stilles skjerpede krav til utstederen, og dermed omfanget av tilretteleggers rådgivning og dokumentasjon av denne, ved:

- større emisjoner med stor utvanning, og særlig ved endring av maktbalansen i eierskapet
- større avvik mellom emisjonskurs og markedskurs (rabatt)

Selv om vurderingen av fravikelsen av fortrinnsrett/likebehandling hører under utstederen, kan det etter omstendighetene oppstå situasjoner der tilrettelegger bør fraråde en rettet emisjon dersom denne ikke i tilstrekkelig grad antas å sikre likebehandling av utstederens aksjonærer. Dette følger av den lovfestede plikten som gjelder for verdipapirforetak til å påse at markedets integritet ivaretas på beste måte i sin virksomhet.

Dersom utsteder har besluttet å gjennomføre en rettet emisjon, skal tilrettelegger bistå i en vurdering rundt hvorvidt en etterfølgende reparasjonsemisjon er hensiktsmessig, herunder størrelsen på en slik eventuell transaksjon. I denne vurderingen er flere av forholdene nevnt ovenfor i forbindelse med vektingen av de ulike hensynene relevante. Skulle markedskursen over noen tid ligge under emisjonskursen i etterkant av en rettet emisjon og hvor det er tilstrekkelig likviditet i aksjen, er det også et forhold som kan være egnet til å påvirke hvorvidt man gjennomfører en reparasjonsemisjon eller ikke.

Tilrettelegger skal gi klare og balanserte råd til utsteder om sentrale forhold ved en eventuell reparasjonsemisjon, som kan bidra til å sikre en større grad av likebehandling av aksjonærene.

Rådgiving knyttet til allokeringen i den rettede emisjonen skal sikre at det ikke skjer en usaklig forskjellsbehandling. Eksisterende eiere som tegner seg i en rettet emisjon bør, så langt det er praktisk mulig og hensiktsmessig, få minimum sin pro-rata tildeling.

Tilrettelegger skal dokumentere hvilke vurderinger som er gjort og hvilke råd som er gitt utsteder knyttet til emisjonsform, prising, tildeling, samt en eventuell etterfølgende reparasjonsemisjon.

Dette gjelder også dersom utsteder ikke har fulgt en eventuell fraråding fra tilrettelegger, eller dersom tilrettelegger anbefaler en reparasjonsemisjon, og utsteder ikke følger rådet.